

证券研究报告—动态报告

建材

其他建材 II

三棵树(603737)

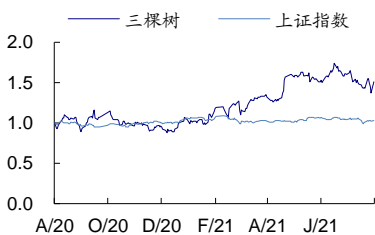
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 10 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	376/365
总市值/流通(百万元)	61,081/59,221
上证综指/深圳成指	3,495/14,941
12个月最高/最低(元)	251.00/130.00

相关研究报告:

《三棵树-603737-2020 年中报点评: 渠道升级赋能, 多品类协同布局长远》——2020-08-31
 《三棵树-603737-19 年年报及 20 年一季报点评: 疫情冲击有限, 定增提升发展潜力》——2020-04-15
 《三棵树-603737-2019 年中报点评: 收入、利润增长提速, 维持买入评级》——2019-09-02
 《三棵树-603737-2018 年年报点评: 业绩持续高增长, 产能扩张+优质赛道助力未来发展》——2019-04-26
 《三棵树-603737-2018 半年报点评: 工程端迅速放量, 盈利水平稳步提升》——2018-08-17

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

证券分析师: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

盈利短期承压, 中长期成长可期

● 收入规模加速扩张, Q2 盈利短期承压

2021H1 公司实现营收 46.83 亿元, 同比+80.51%, 实现归母净利润 1.13 亿元, 同比+3.92%, 扣非归母净利润 0.12 亿元, 同比-81.73%, EPS 为 0.3 元/股; 其中 Q2 单季实现营收 32 亿元, 同比+48.17%, 归母净利润 1.05 亿元, 同比-55.36%, 扣非归母净利润 0.83 亿元, 同比-63.71%。

● 销量增速保持高位, Q2 提价转移成本端压力

分产品, 2021H1 工程墙面漆、家装墙面漆、基材和辅材、防水卷材收入 19.19/7.66/6.39/5.7 亿, 同比+62.6%/+153.1%/+185.2%/+76.1%, 销量同比+80%/+185.6%/+132.5%/+86%, 产品均价 4.34 元/kg、6.41 元/kg、1.43 元/kg、16.21 元/m², 同比-9.6%/-11.4%/+22.7%/-5.3%, 价格下滑主因产品结构变动, 其中 Q2 单季销量同比+54.7%/+116.1%/+99.9%/+57.8%, 产品均价 4.29 元/kg、6.43 元/kg、1.44 元/kg、16.26 元/m², 环比-4.4%/+0.77%/+4.83%/+0.94%, 单季销量增速保持高位, 并适度提价转移成本端原材料上涨压力。

● 原材料涨价和人员快速扩张影响毛利率和净利率, 有望逐步回归

2021H1 综合毛利率 25.65%, 同比-13.43pct, 其中 Q2 单季 25.23%, 同比-14.65pct, 环比-1.32pct, 主因 1) 原料价格大幅上涨, 产品涨价滞后; 2) 运输费调至营业成本, 此外人员同比增长 51.51%进一步拖累净利率, 2021H1 净利率 2.83%, 同比-2.12pct, 预计有望逐步改善。

● 现金流明显改善, 定增落地有望改善负债率

2021H1 实现经营性现金流净额 1.4 亿元, 上年同期-6.4 亿元, 19 年同期-0.88 亿元, 现金流改善主因: 1) 零售端和小 B 渠道发力有效改善回款; 2) 进一步加强销售回款管理, 强化回款考核; 3) 应付款账期延长及票据结算增加。截至 2021H1 末资产负债率 76.14%, 较 Q1 进一步提升 4.99pct, 后续随着定增落地, 预计有望改善资债结构。

● 零售升级、渠道赋能, 多品类发展布局长远, 维持“买入”评级

国内涂料领军企业, 零售端高端转型、差异化发展, 不断开拓新动能, 工程端百强地产中产品占比稳步提升, 小 B 端日益完善、逐步发力; 同时“六位一体”布局持续完善, 看好发展成长空间。预计 21-23 年 EPS 为 2.15/3.11/4.38 元/股, 对应 PE 为 72.4/50.1/35.6x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 宏观经济超预期下滑; 回款不及预期; 控费不及预期

盈利预测和财务指标

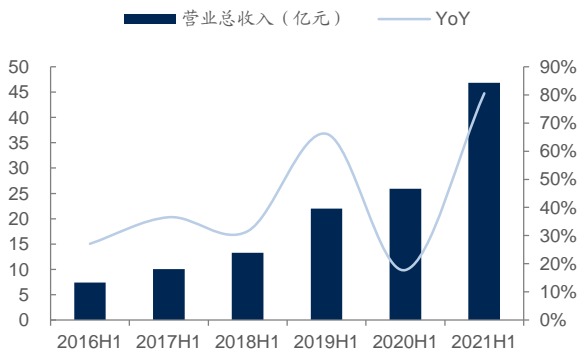
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,972	8,200	12,651	17,801	23,961
(+/-%)	66.6%	37.3%	54.3%	40.7%	34.6%
净利润(百万元)	406	502	810	1170	1649
(+/-%)	82.5%	23.5%	61.5%	44.4%	40.9%
摊薄每股收益(元)	1.08	1.33	2.16	3.11	4.39
EBIT Margin	11.2%	10.9%	9.5%	9.7%	9.7%
净资产收益率(ROE)	23.5%	20.0%	27.1%	31.7%	35.2%
市盈率(PE)	144.3	116.8	72.3	50.1	35.5
EV/EBITDA	83.1	63.8	48.6	35.7	28.4
市净率(PB)	33.97	23.37	19.57	15.85	12.51

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

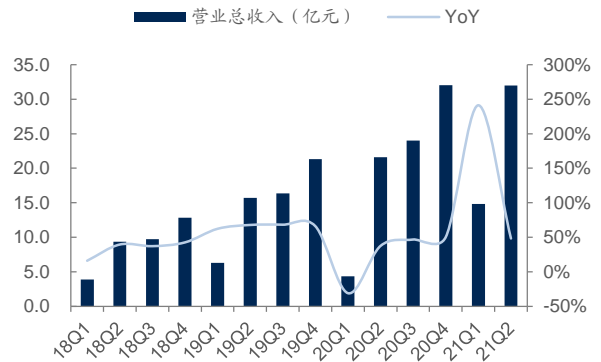
收入规模加速扩张, Q2 盈利短期承压。2021H1 公司实现营业收入 46.83 亿元, 同比+80.51%, 实现归母净利润 1.13 亿元, 同比+3.92%, 扣非归母净利润 0.12 亿元, 同比-81.73%, EPS 为 0.3 元/股; 其中 Q2 单季度实现营业收入 32 亿元, 同比+48.17%, 归母净利润 1.05 亿元, 同比-55.36%, 扣非归母净利润 0.83 亿元, 同比-63.71%。

图 1: 公司营业收入及同比增速



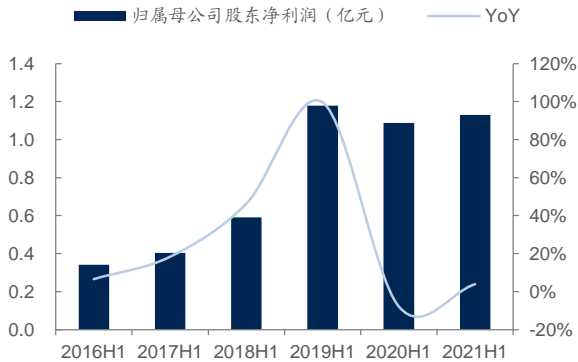
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及同比增速



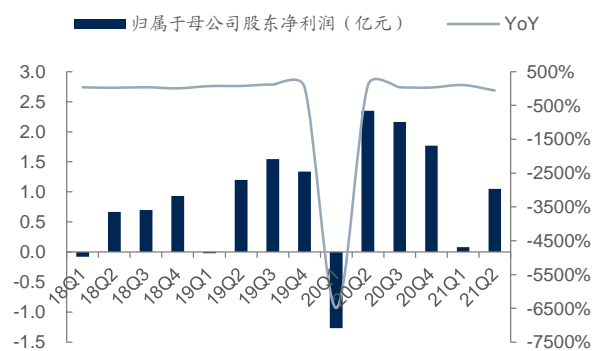
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

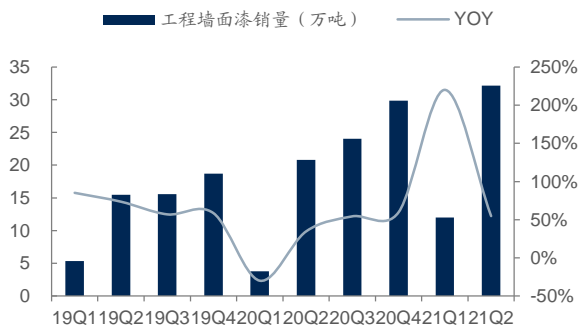
图 4: 公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

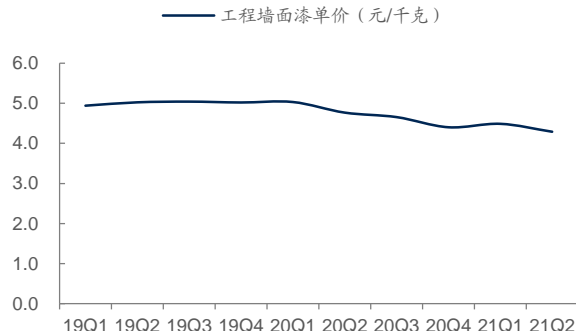
销量增速保持高位, Q2 提价转移成本端压力。分产品来看, 2021H1 工程墙面漆、家装墙面漆、基材和辅材、防水卷材收入分别为 19.19、7.66、6.39、5.7 亿元, 同比 +62.6%/+153.1%/+185.2%/+76.1%, 销量同比 +80%/+185.6%/+132.5%/+86%, 产品均价 4.34 元/kg、6.41 元/kg、1.43 元/kg、16.21 元/m², 同比-9.6%/-11.4%/+22.7%/-5.3%, 价格下滑主因产品结构变动, 其中 Q2 单季销量同比+54.7%/+116.1%/+99.9%/+57.8%, 产品均价 4.29 元/kg、6.43 元/kg、1.44 元/kg、16.26 元/m², 环比-4.4%/+0.77%/+4.83%/+0.94%, 单季销量增速保持高位, 并适度提价转移成本端原材料上涨压力。

图 5: 分季度工程墙面漆销量及同比增速



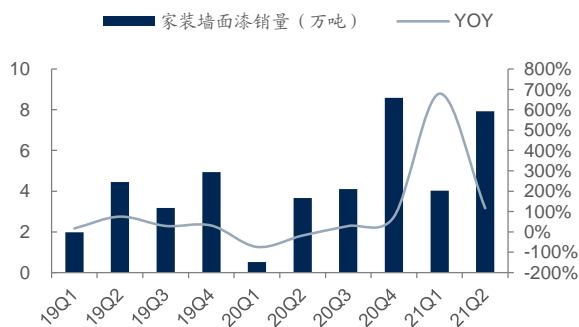
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 分季度工程墙面漆单价



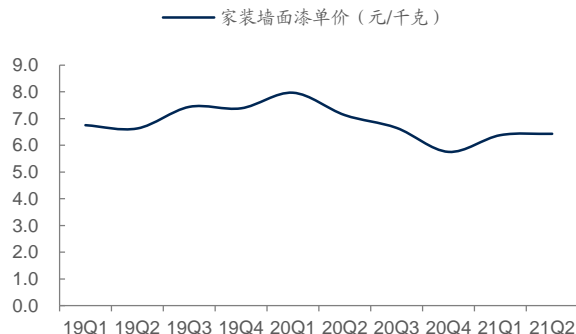
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 分季度家装墙面漆销量及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 分季度家装墙面漆单价



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

原材料涨价和人员快速扩张影响毛利率和净利率，有望逐步改善。毛利率和净利率 2021H1 综合毛利率 25.65%，同比-13.43pct，其中 Q2 单季度毛利率 25.23%，同比-14.65pct，环比-1.32pct，主因：1）本期原材料价格大幅上涨，产品涨价滞后；2）运输费从销售费用调整至营业成本，此外人员同比增长 51.51%，进一步拖累净利率，2021H1 净利率 2.83%，同比-2.12pct，预计下半年有望逐步改善。期间费用率同比下滑 10.02pct 至 22.69%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 14.98%/4.96%/0.51%/2.23%，同比 -7.88/-1.51/-0.27/-0.37pct。

图 9: 公司毛利率和净利率

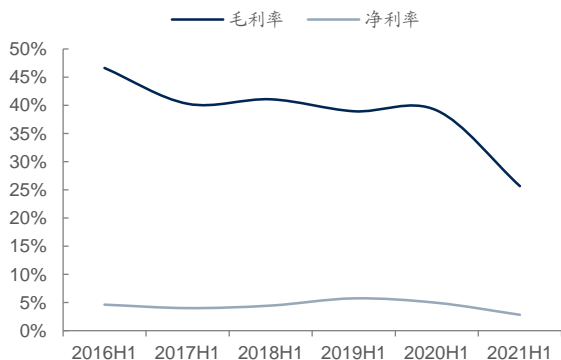
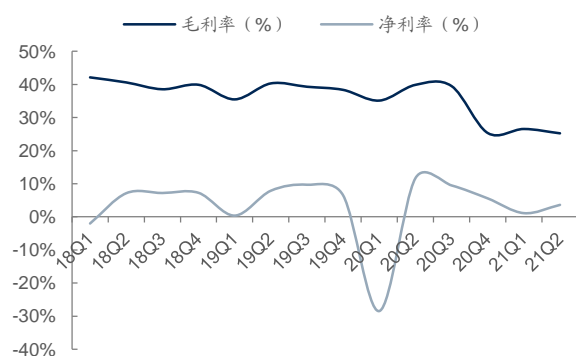


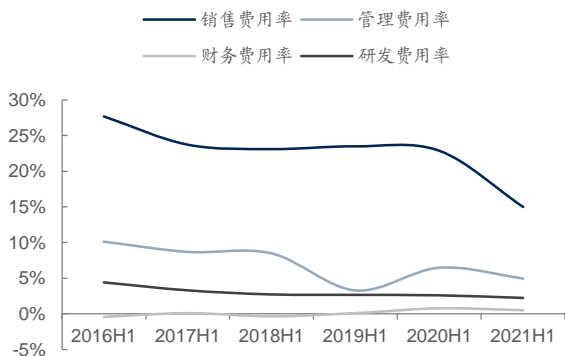
图 10: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

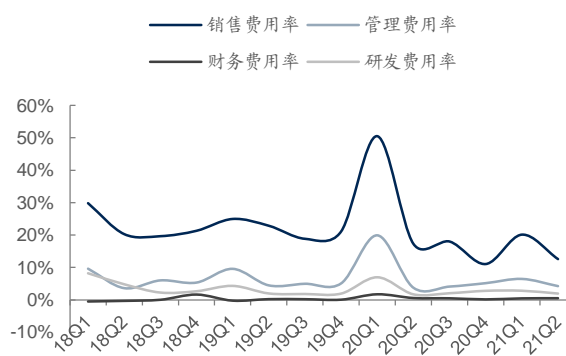
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：公司期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

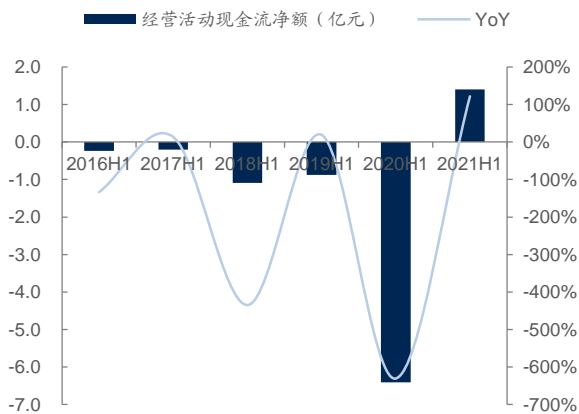
图 12：公司单季度期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

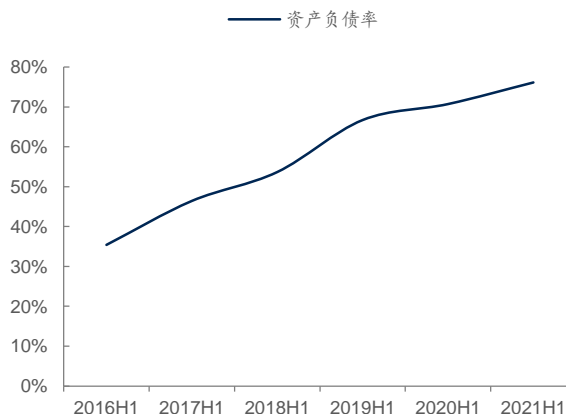
现金流明显改善，定增落地有望改善负债率。2021H1 公司实现经营性现金流净额 1.4 亿元，上年同期为-6.4 亿元，19 年同期为-0.88 亿元，现金流大幅改善主因：1) 零售端和小 B 渠道发力有效改善回款；2) 进一步加强销售回款管理，强化回款考核，提高客户回款及时率；3) 应付款账期延长及票据结算增加。截至 2021H1 末资产负债率 76.14%，较 Q1 进一步提升 4.99pct，后续随着 37 亿元定增的落地（已股东大会通过），预计有望改善资债结构，降低公司负债水平。

图 13：公司经营活动现金流净额



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14：公司资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：零售升级、渠道赋能，多品类发展布局长远，维持“买入”评级。国内涂料领军企业，零售端高端转型、差异化发展，不断开拓新动能，在稳固三四线基础上，加快一二线城市及美丽乡村布局，工程端百强地产中产品占比稳步提升，小 B 端日益完善、逐步发力；同时“涂料、保温、防水、地坪、基材、施工”的“六位一体”布局持续完善，协同发展助力成长，看好长期发展空间。预计 21-23 年 EPS 为 2.15/3.11/4.38 元/股，对应 PE 为 72.4/50.1/35.6x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	628	500	932	1693	营业收入	5972	7385	9656	12180
应收款项	1993	2261	2661	3356	营业成本	3653	4472	5818	7339
存货净额	504	575	755	961	营业税金及附加	52	63	97	122
其他流动资产	321	524	602	811	销售费用	1276	1594	2073	2615
流动资产合计	3536	3950	5041	6912	管理费用	321	407	518	651
固定资产	1473	2114	2856	3730	财务费用	8	55	72	106
无形资产及其他	324	311	298	285	投资收益	2	0	0	0
投资性房地产	342	342	342	342	资产减值及公允价值变动	2	(30)	(40)	(40)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(145)	(80)	(100)	(100)
资产总计	5675	6718	8537	11269	营业利润	520	685	938	1208
短期借款及交易性金融负债	896	545	0	0	营业外净收支	(18)	(20)	(25)	(25)
应付款项	1914	2298	3048	3915	利润总额	502	665	913	1183
其他流动负债	720	753	1060	1284	所得税费用	78	106	146	189
流动负债合计	3530	3596	4108	5199	少数股东损益	18	24	32	42
长期借款及应付债券	216	816	1616	2616	归属于母公司净利润	406	535	735	952
其他长期负债	93	134	181	226					
长期负债合计	309	950	1798	2842	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3839	4546	5905	8041	净利润	406	535	735	952
少数股东权益	112	126	145	170	资产减值准备	(22)	11	4	5
股东权益	1725	2046	2486	3058	折旧摊销	82	157	220	284
负债和股东权益总计	5675	6718	8537	11269	公允价值变动损失	(2)	30	40	40
					财务费用	8	55	72	106
关键财务与估值指标					营运资本变动	(66)	(72)	450	31
每股收益	1.56	2.05	2.81	3.65	其它	35	3	16	20
每股红利	0.41	0.82	1.13	1.46	经营活动现金流	433	664	1464	1332
每股净资产	6.61	7.84	9.53	11.71	资本开支	(672)	(827)	(992)	(1191)
ROIC	25%	23%	27%	29%	其它投资现金流	(90)	0	0	0
ROE	24%	26%	30%	31%	投资活动现金流	(762)	(827)	(992)	(1191)
毛利率	39%	39%	40%	40%	权益性融资	67	0	0	0
EBIT Margin	11%	11%	12%	12%	负债净变化	216	600	800	1000
EBITDA Margin	13%	14%	14%	14%	支付股利、利息	(106)	(214)	(294)	(381)
收入增长	67%	24%	31%	26%	其它融资现金流	380	(351)	(545)	0
净利润增长率	83%	32%	37%	30%	融资活动现金流	666	35	(39)	619
资产负债率	70%	70%	71%	73%	现金净变动	337	(128)	432	760
息率	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	291	628	500	932
P/E	103.0	78.3	56.9	44.0	货币资金的期末余额	628	500	932	1693
P/B	24.3	20.5	16.8	13.7	企业自由现金流	(91)	(29)	644	345
EV/EBITDA	60.8	46.1	34.9	28.7	权益自由现金流	505	174	838	1256

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032